

混改落子 银行业变革谋大棋局

□本报记者 高改芳 陈莹莹



人民币国际化释放红利

今年对银行业的一大预期是人民币国际化带来的空前机会。

消息人士透露，商业银行正在进行在自贸区开立的跨境贸易账户境外直接投资业务测试。以前个人购汇的上限是5万美元，但现在跨境贸易结算账户可以直接进行海外投资。

6月16日，交通银行公告，该公司收到中国人民银行《交通银行深化改革工作小组关于做好交通银行深化改革工作的通知》。通知告知，交通银行深化改革方案已经国务院批准同意。

交行表示，该行将按照经国务院批准的交通银行深化改革方案要求，完善中国特色的大型商业银行治理机制，坚持国有控股地位，优化股权结构，探索引入民营资本，积极发挥战略投资者作用，探索高管层和员工持股制度；完善授权经营制度，激发体制机制活力，更好发挥董事会、高管层和监事会作用；深化用人、薪酬和考核机制改革，落实风险责任制，强化企业内部监督，推进事业部制等内部配套改革。

平安证券分析人士指出，按照国际经验，利率市场化等制度变革将大幅压缩银行经营空间，势必推动机构加快混业改革。下半年有望看到混业经营在制度和审批上出现重大突破，银行股估值将迎来转折。中国银行业在金融混业创新上将有新尝试。加法，特批获得控股/参股券商资质；减法，设立独立子公司分拆部分业务，搭建银行控股的混业金控平台；乘法，依托云联网等创新手段，突破传统银行在经营效率、风控、激励机制

曾任职于兴业证券研究所的楼鸿强，2011年3月加入华宝兴业基金，2014年10月起任华宝兴业服务优选基金经理。根据银河证券的统计，华宝服务优选基金截至2015年6月12日近六个月、2015年以来净值增长率分别为201.70%、207.12%，均列全部标准股票基金业绩第1。楼鸿强因此成为市场上最为人关注的优秀基金经理之一，近日他接受了笔者的专访，解读了一位优秀青年基金经理的制胜之道。

笔者：今年市场表现火爆，能否谈谈您这轮牛市驱动因素的认识？

楼鸿强：这轮牛市的主要特征是转型背景下的资金市，与2006—2007年的牛市是有区别的。这一次牛市的宏观背景是转型，大方向上是增量革新带动存量改革。2006—2007年的牛市，宏观背景是改革开放经济建设成果的集中体现，出口经济拉动国内固定资产投资以及地产和消费的繁荣，在那个框架下行业轮动的投资思路是可行的。相比较而言，这次牛市会更看重边际上的变化，特别是互联网等新经济新模式和国企改革等传统经济转型。在这样一个转型的大背景下，基本面的兑现还需要一段时间，因此按照传统估值体系去衡量，局部高估值的泡沫特征会比较明显。

由于经济整体起色较难，资金利率处于下行趋势中，这是牛市形成的基本条件之一。同时，地产等的投资价值下降，股权投资的相对吸引力会引发存量财富的迁移，这也是本轮牛市的一个重要特征。另外一方面，股票市场的供给仍相对较少，阶段性供需失衡是市场容易形成局部泡沫的重要原因。此外，融资融券等新金融工具的应用，也部分加大了市场波动的幅度。综合以上各方面因素分析，这轮牛市有其独特之处，需要在投资框架、选股思路和风险控制上有一些新的想法和准备。

笔者：5000点之后，市场存在一定的分歧。您认为此轮牛市目前运行到哪一阶段，后续需要关注哪些新的变化？您还看好哪些细分领域的投资机会？

楼鸿强：市场中长期的逻辑没有打破，牛市格局还

资，不受此限制。在最敏感的人民币海外股权投资领域，也会有重大突破。将于6月26日召开的陆家嘴论坛或是宣布人民币资本项目开放举措的重要时间窗口。

某大型国有银行相关负责人认为，短期来看，监管机构很可能把人民币纳入SDR作为金

公告中提到“探索引入民营资本”引发市场无限遐想。专家认为，这将成为未来银行混改的重要方向。中国银行国际金融研究所副所长宗良认为，未来民间资本进入的空间巨大，但对于市值庞大的国有大行而言，一个百分点的股权变更即意味着百亿级资金的往来，因资金量不够或者其他因素导致民间资本短期进入受到限制。

对于市场传言腾讯、复兴等大型民营资本有意参与银行混改的问题，国泰君安证券研究所董事总经理、首席宏观分析师任泽平认为，这对于银行混改甚至整个金融体系的改革都是个好消息。

“传统商业银行正面临互联网金融的挑战，未来可能有更多带有互联网基因的公

突破旧有业务格局

及业务流程等方面的局限性，引入更多非传统银行客户。

银行在业务领域的“加法”已经开始布局。浦发银行6月15日发布公告称，将向上海国际集团、上海久事、申能股份、锦国投、石化城建、上海地产、国网英大、东方航空、双钱股份、爱建股份、百联股份等发行9.99亿股，占发行后公司总股本的比例为5.09%，用以收购上海信托97.33%的股权。经交易各方协商，上海信托股东全部权益作价1680000万元。本次交易

能继续。但是，市场经过大半年的走强，大部分板块和个股涨幅较大，再加上资金市的特征，波动肯定会加大。后续会关心注册制，再融资和大小非减持对资金的消耗，股票和资金的边际供需变化往往是改变趋势的决定性因素。

结合宏观大背景，我们更看好以下几个方向的中长期机会。

一是互联网、医疗服务、工业4.0等新兴行业。互联网正在深刻改变生产生活的方方面面，是新经济里最有活力的一块，这一点毋庸置疑。互联网对全球都是最大的革新力量，更何况中国有最庞大的人口基数和最广阔的市场，还有最勤奋的一批企业家和技术人才。随着人口老龄化和以药养医格局的改变，国内医疗服务市场前景广阔。以基因检测和细胞治疗为代表的精准医疗，以及慢病管理移动医疗等新手段，本质上是互联网化和大数据化对医疗行业的深刻变局，需要用互联网思维来观察未来的医疗服务市场。工业4.0值得中长期看好，经济转型不可能完全依赖虚拟经济和服务业，中国经济的中流砥柱还是中游制造业。还有一个大的宏观背景，劳动人口红利拐点向下，但工程师红利仍在向上，这两个红利趋势的结合点就是先进制造和高端装备。我看了一些德国和日本的案例，未来这一块也会融入互联网和大数据思维，通过信息技术来改良制造流程节约能源提高效率。

二是国企改革、军工等部分传统行业机会。中国整体上有经济体的占比仍很高，对就业人口的容纳也比较大，部分领域大而不强的格局必须要有所改变。上海等地已经出台部分国企改革措施，银行等重点领域也开始试行混改，后续有希望向更多的领域延伸。中国经济已经从“引进来”发展到“走出去”，这一背景下的强军梦一定会逐步落实，特别是装备信息化和民参军等新领域，会有中长期投资机会。

三是中概股回归及部分A股公司外延化发展，这类非主流投资机会值得重视。中概股私有化并批量回归已成趋势，上交所战略新三板有希望跟部分大市值

融改革的一个催化因素，尤其是在资本项目开放和汇率体制改革方面，此外会推动利率市场化和资本市场改革。这可能是除了“混改”预期外，驱动银行股行情的真正因素之一。

分析人士指出，随着“混改”试点落地，包括混业经营、业务分拆和员工持股等金融改革

参与进来，有可能改变我国金融业的格局。然而，银行混改的核心不仅仅是资本介入，必须是思维、基因、模式的深度融合。”任泽平说。

银行混合所有制改革已然吹响“集结号”。下一个“接力者”到底是谁，市场传言不断。近日有消息称，中国银行很可能是继交通银行之后的下一个试点。此外，建设银行董事长王洪章6月15日在香港记者会上表示，建行目前已经是混合所有制企业，但会做进一步的资本调整，计划在未来引入大型民营企业入股。

银行业内人士表示，下一家混改试点银行是国有大行的可能性比较大。

“从此前首批混合制改革试点的6家企业

突破旧有业务格局

标的资产上海信托97.33%股权对应的交易价格为人民币1635198.9万元。浦发银行表示，本次交易完成后，浦发将成为国内第四家持有信托牌照的商业银行。不仅有助于弥补公司在资产管理方面的欠缺，更有利于大幅提升公司金融一体化和资产证券化服务能力。

在新常态背景下，经济对金融服务的综合化需求日益增强。跨境、跨业、跨市场的金融活动日益频繁。综合化金融服务能力已经成为衡量商业银行核心竞争力和银行转型

万物互联：2015年业绩最佳股票型基金基金经理制胜之道

徐金忠

中概股对接。随着IPO注册制和中概股回归，指数的构成会有所变化，会诞生一批真正的新蓝筹，公司质地好差会决定估值差异的可持续性。另外一个层面，中概股的回归，会促进国内竞争对手的加速布局，特别是竞争格局相对较好的行业，这在基本面上会是相互正向促进，基本面上的中概股映射要比单纯的估值映射更值得关注。另外，A股上市公司天然具备部分PE投资功能，类似之前的蓝色光标，越来越多的上市公司会充分利用资本工具的力量，甚至有部分是困境反转型的“类壳公司”。这类公司需要认真甄别，原有业务卡位、管理层能力、业务协同、股权结构等需要综合考察。

笔者：今年权益类公募基金产品业绩普遍表现不俗，您所执掌的华宝兴业服务优选基金最近半年、2015年以来的净值增长率更是双双排名同类产品第一位，请您分享一下做到业绩“出类拔萃”的主要思路和方法。

楼鸿强：自上而下和自下而上相结合，注重中观行业变化，选取优质公司组合配置，选股为主择时为辅，我整体上遵循这个思路。我平时看的资料比较多，会多思考思考社会发展的大问题，自上而下的分析不应该只是盯着宏观数据，更重要的是看清楚未来的发展方向。这种社会发展趋势一定会体现到中观行业的变化，举个例子，2010年前后是iPhone为代表的智能手机普及，当时电子行业牛股最多，2013年前后是智能手机普及后应用和内容消费的繁荣，对应为手游和视频等传媒行业的机会，目前是互联网流量与线下资源的结合和对各行各业的改造，“互联网+”的投资机会就很多。刚才举的这个TMT行业演变规律，可以量化为行业渗透率“S”曲线变化的变化以及行业内公司业务布局的积极程度，最终体现为财务数据的跟进，实际上并不是虚无缥缈不可跟踪的。按照这个分析框架去看各行各业，会事半功倍，投资组合也会始终体现出布局主线。

笔者：从华宝兴业服务优选基金的2015年一季度报来看，您的持股集中度较高，风格较为偏向新兴成长类型的股票，请您归纳一下自己的投资风格及对应的投资策略。

将推动银行股估值提升。银行股的稀缺性、独特性，随着国企改革和经济结构调整的推进将会显示出独特投资价值。在利率市场化的背景下，国有银行比起市场化程度更高的股份制商业银行，改革进程可能会更快。银行理财业务数以十万亿计的市场空间更值得期待。

来看，典型性、标志性的国有大型企业目前是混改的主攻方向。”宗良对中国证券报记者表示，银行业混合所有制改革的主要目标应该是打造国际标准的银行，从而提升中国在经济金融全球化过程中的竞争力。因此，选择的标的一定是具有典型性的大银行。

数据显示，截至2014年，工农中建交五大国有银行总资产约为75万亿元，占银行业总资产的45%，更重要的是，目前我国国有大行的股权结构为混改提供了足够的“想象空间”。从国有银行持股情况来看，工、农、中、建四大行基本类似，国家持股仍占相当比重，基本在40%以上，其次为央企和境外投资机构。此外，招商银行、民生银行、平安银行等都已试水高管及员工持股计划。

突破旧有业务格局

成效的关键。

今年初，就有券商研究报告认为，投行业务将是最早对商业银行开放的领域，给予银行境内券商牌照或在2015年以特批试点的方式逐步打开。

新加坡大华银行（中国）有限公司首席执行官、行长连文辉表示，未来中资银行很可能像外资银行一样走金融集团的道路，即集团公司下面分设商业银行和投资银行的子公司。

万物互联：2015年业绩最佳股票型基金基金经理制胜之道

徐金忠

楼鸿强：我整体上偏成长投资风格，也关注传统行业的变化。成长股的投资并不是一成不变，可以从两个维度去理解这个问题。第一个维度，大部分成长股本质上也是有周期性的，需要动态考虑行业发展阶段和公司生命周期，处于“S”曲线的什么阶段，两者是否契合共振。在“S”曲线的前段和中段往往是投资回报较好的阶段，但也更考验投资者的眼光和综合分析能力，木业要有专攻。第二个维度，随着微信等信息传播方式的出现，二级市场的有效性和趋同性更加明显，这会带来一个问题，就是长期逻辑的短期化，对应到股价表现则是时间轴缩短和短期斜率变陡，这在牛市环境中会更加突出。综合考虑这两个维度，会对组合里的行业配置和个股权重做动态评估和适当调整。

笔者：您之前也做过卖方研究，能谈谈投资之前的工作经历对投资风格和投资方法的影响吗？

楼鸿强：我做基金经理之前的经历，一直是非常幸运的。在进入华宝兴业基金之前，我在兴业证券做了一年半的卖方研究，卖方阶段打下了数据研究和行业跟踪的基本功。研究员阶段一直负责TMT行业的研究，TMT行业新事物多变化快，长期对各类子行业和大量公司的研究，学会了动态思考问题的习惯和系统的分析框架，也学会了以开放包容的心态来看待问题。此后，我做了整整两年的基金经理助理，而且是给百亿规模的大基金做助理，这个阶段很好的补充了自己在宏观策略自上而下的思考框架，进一步扩展了投资视野，也部分学习了组合管理能力。现在回头看，既有运气成分，也有厚积薄发的因素。

笔者：您现在提出要重点关注“万物互联”这个投资主题，请解释一下“万物互联”的含义及投资范围，在投资策略和选股思路上您有何考虑？

楼鸿强：“万物互联”主题的投资范围主要包含三个层次，第一层是直接或间接从事互联网相关业务的公司，例如互联网金融、互联网医疗、移动互联网、大数据及云计算等等方面，是比较直观的。第二个层面是互联网与各个行业相结合转型的领域，包括线上线下

银行股估值修复可期

□本报记者 徐伟平

6月以来，上证综指先扬后抑，月初小幅震荡上行，突破5100点，随后深幅调整，本周有三个交易日跌幅超百点。在大盘深幅调整之时，权重股未能崛起护盘，特别是银行股延续低迷，昨日尾盘大幅下挫放大了指数跌幅。业内人士认为，目前看，银行股前期滞涨明显，银行混改、混业经营等预期有望重塑银行板块估值体系，银行股估值修复行情依然可期。后市银行股企稳有助股指震荡走稳。

融资客加仓银行股

本周沪综指连续下挫，跌破5000点、4900点和4800点三个整数关口，连续调整使场内谨慎情绪升温。在大盘调整之际，作为权重股，银行股不仅未能挺身而出，反而震荡下挫，昨日申万银行指数下跌4.43%，而沪综指下跌3.67%。银行股跑输大盘，一定程度上加大了指数调整幅度。6月以来，申万银行指数上涨4.13%，显著跑输其他行业板块。

值得注意的是，融资客依然对银行股不离不弃。6月以来，银行板块的融资净买入额为205.92亿元，在28个申万一级行业中位居首位。16只上市银行股中，仅有浦发银行出现7.70亿元的融资净偿还，其余15只银行股均实现融资净买入，其中兴业银行、民生银行、中国银行的融资净买入金额居前，均超过20亿元，分别为34.02亿元、27.13亿元和25.25亿元。由此来看，银行股虽然表现低迷，但融资客反而选择积极加仓。

成长空间打开

业内人士认为，后市银行股估值修复行情可期。首先，国企改革主题将重塑银行股估值体系。银行股低估值显而易见，2015年银行板块市盈率通常维持在7倍左右，属于典型的低估品种，在28个申万一级行业中估值最低。不过，此前银行股的估值修复行情进行得并不顺利，究其原因此前银行股缺乏估值重塑的契机。目前来看，国企改革主题有望重塑银行股估值体系，打开银行股成长空间。

其次，增量资金入场，具备高股息率属性的银行股颇受青睐。2014年上半年沪综指在2000点附近窄幅震荡时，成交额仅在千亿元左右，缺乏增量资金入场，而现有的存量资金很难抬升银行股，银行股此前的估值修复自然难持续。不过，当前资金利率趋于下行，其他大类资金收益率下摆，各类融资产品刚性兑付被打破，原本沉淀其中的资金纷纷流出，配置股票的资金显著增多，增量资金纷纷入场，具备抬高大市值银行股的能力。

最后，经济企稳会带动银行股估值修复。作为典型的周期类股票，银行股此前的估值修复往往“无疾而终”与投资者对经济的担忧密不可分。从此前公布的经济数据来看，经济下行压力仍较大，这也使得部分投资者对周期类品种敬而远之，选择参与小盘成长股的炒作。随着降息的延续，明年经济可能企稳，届时银行股可能会迎来一轮基于基本面向好的估值修复行情。

万物互联：2015年业绩最佳股票型基金基金经理制胜之道

徐金忠

中概股对接。随着IPO注册制和中概股回归，指数的构成会有所变化，会诞生一批真正的新蓝筹，公司质地好差会决定估值差异的可持续性。另外一个层面，中概股的回归，会促进国内竞争对手的加速布局，特别是竞争格局相对较好的行业，这在基本面上会是相互正向促进，基本面上的中概股映射要比单纯的估值映射更值得关注。另外，A股上市公司天然具备部分PE投资功能，类似之前的蓝色光标，越来越多的上市公司会充分利用资本工具的力量，甚至有部分是困境反转型的“类壳公司”。这类公司需要认真甄别，原有业务卡位、管理层能力、业务协同、股权结构等需要综合考察。

笔者：今年权益类公募基金产品业绩普遍表现不俗，您所执掌的华宝兴业服务优选基金最近半年、2015年以来的净值增长率更是双双排名同类产品第一位，请您分享一下做到业绩“出类拔萃”的主要思路和方法。

楼鸿强：自上而下和自下而上相结合，注重中观行业变化，选取优质公司组合配置，选股为主择时为辅，我整体上遵循这个思路。我平时看的资料比较多，会多思考思考社会发展的大问题，自上而下的分析不应该只是盯着宏观数据，更重要的是看清楚未来的发展方向。这种社会发展趋势一定会体现到中观行业的变化，举个例子，2010年前后是iPhone为代表的智能手机普及，当时电子行业牛股最多，2013年前后是智能手机普及后应用和内容消费的繁荣，对应为手游和视频等传媒行业的机会，目前是互联网流量与线下资源的结合和对各行各业的改造，“互联网+”的投资机会就很多。刚才举的这个TMT行业演变规律，可以量化为行业渗透率“S”曲线变化的变化以及行业内公司业务布局的积极程度，最终体现为财务数据的跟进，实际上并不是虚无缥缈不可跟踪的。按照这个分析框架去看各行各业，会事半功倍，投资组合也会始终体现出布局主线。

笔者：从华宝兴业服务优选基金的2015年一季度报来看，您的持股集中度较高，风格较为偏向新兴成长类型的股票，请您归纳一下自己的投资风格及对应的投资策略。

楼鸿强：我整体上偏成长投资风格，也关注传统行业的变化。成长股的投资并不是一成不变，可以从两个维度去理解这个问题。第一个维度，大部分成长股本质上也是有周期性的，需要动态考虑行业发展阶段和公司生命周期，处于“S”曲线的什么阶段，两者是否契合共振。在“S”曲线的前段和中段往往是投资回报较好的阶段，但也更考验投资者的眼光和综合分析能力，木业要有专攻。第二个维度，随着微信等信息传播方式的出现，二级市场的有效性和趋同性更加明显，这会带来一个问题，就是长期逻辑的短期化，对应到股价表现则是时间轴缩短和短期斜率变陡，这在牛市环境中会更加突出。综合考虑这两个维度，会对组合里的行业配置和个股权重做动态评估和适当调整。

笔者：您之前也做过卖方研究，能谈谈投资之前的工作经历对投资风格和投资方法的影响吗？

楼鸿强：我做基金经理之前的经历，一直是非常幸运的。在进入华宝兴业基金之前，我在兴业证券做了一年半的卖方研究，卖方阶段打下了数据研究和行业跟踪的基本功。研究员阶段一直负责TMT行业的研究，TMT行业新事物多变化快，长期对各类子行业和大量公司的研究，学会了动态思考问题的习惯和系统的分析框架，也学会了以开放包容的心态来看待问题。此后，我做了整整两年的基金